

Agtira AB (publ)

Förväntad islossning efter Complete-avtal till ICA Maxi Östersund

Analys: Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-10-07 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se [emergers.se](https://www.emergers.se).

Med avtalet om en Agtira Complete till ICA Maxi Östersund klart ser vi goda chanser för islossning för Agtira med snabbare avtalsförhandlingar framöver. Med en stabil utrullning av system under 2022 som sedan tar fart 2023 justerar vi motiverat värde till 14-18 (13-18) SEK per aktie på 18-24 mån sikt, justerat för utspädningen vid en förväntad nyemission, samtidigt som en hög aktivitet på marknaden med bolagsvärderingar i miljardklassen internationellt ger stöd för en än högre omvärderingspotential.

Completeavtal med potentiellt ordervärde på 38 MSEK

De länge pågående diskussionerna med ICA Maxi Östersund har äntligen avslutats och parterna är överens om uppförandet av en Agtira Complete med byggstart våren 2022. Potentiella ordervärdet på 38 MSEK är välkommet, men vi menar att det största värdet i nyheten snarare ligger i att Agtira nu lyckats få till ett avtal med både ICA Fastigheter (som äger alla ICA:s byggnader) och ICA Maxi Östersund, vilket bör underlätta avsevärt vid förhandlingar med nya kunder. Avtalet innebär att Agtira självt står anläggningen och säljer varor till ICA i upp till fyra år innan förväntat överlämnande, vilket bolaget inte har för avsikt att göra i framtiden. Som ett resultat av den högre än väntade kapitalbindningen tidigareläggs därför tidpunkten för vår förväntan på den förestående nyemissionen.

Miljardvärderingar för bolag inom vertikalodling

Vertikalodling är en marknad som växer i ett rasande tempo där [Allied Market Research](#) räknar med att marknaden ska växa med 22,9% CAGR till 24 miljarder USD 2030. Enligt [Bloomberg](#) har New Jersey-baserade AeroFarms LLC, en av jättarna inom vertikalodling i USA som fortfarande visar förlust, gått samman med Spring Valley Acquisition Corp i en SPAC-deal som värderar AeroFarms till 1,2 miljarder USD. Även Kentucky-baserade App Harvest gick till börsen i februari via en SPAC med en värdering på 1 miljard USD.

Teknik i toppklass ger stöd för omvärdering

Att Agtiras biobäddar kan odla en knepig grönsak som gurka, vilket få visat sig klara, tyder på en teknik i toppklass. Därtill kan bolaget även erbjuda sina kunder ett slutet system för odling av både protein och grönsaker, helt utan miljöfarliga utsläpp. Nu när avtalet för Agtira Complete slutligen är på plats och InStore-systemet i Sundsvall beräknas vara i drift i januari 2022 förväntar vi oss att Agtira kan kapitalisera på det stora intresse man erfarit och få se en ketchupeffekt i antal signerade avtal när förhandlingar kan snabbas på efter Östersundavtalet. Vi justerar det motiverade värdet till 14-18 (13-18) SEK per aktie på 18-24 månader sikt, då aktien stigit något sedan vår senaste analys vilket minskar utspädningseffekten vid en framtida nyemission. Samtidigt noterar vi en än högre omvärderingspotential baserat på den höga aktiviteten och de höga värderingarna i sektorn internationellt.

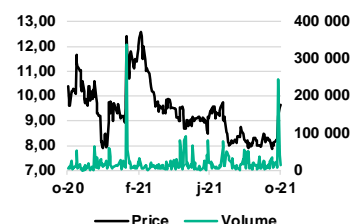
MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	8	13	14	49	79
EBITDA	-12	-19	-12	-8	-5
EBIT	-14	-22	-15	-11	-8
EPS Adjusted	-2,50	-3,18	-1,18	-0,73	-0,48
Sales Growth, %	123%	51%	8%	255%	62%
EBITDA Margin, %	-142%	-148%	-86%	-17%	-6%
EBIT Margin, %	-167%	-170%	-107%	-24%	-10%
EV/Sales	-	-	10,5	3,1	2,1
EV/EBITDA	-	-	-12,2	-17,9	-36,6
EV/EBIT	-	-	-9,8	-13,2	-21,7
P/E	-	-	-7,9	-12,8	-19,3

Källa: Emergers



Agtira

Fair Value, SEK (18-24 m)	14 - 18
Current Price, SEK	9,3
Shares (M)	12,5
Mkt Cap (MSEK)	117
Net Debt (MSEK)	20
EV (MSEK)	136
Market	NGM Nordic SME

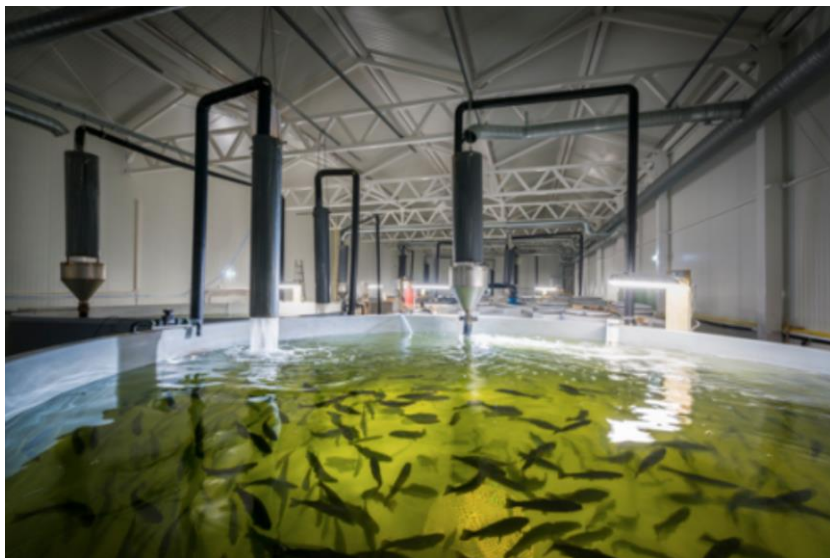


Agtira i korthet

För 25 år sedan insåg Pecka Nygård vilka miljöproblem hans fiskodling i havet förde med sig. Agtira, tidigare Peckas Naturodlingar, har sedan dess utvecklat ett unikt akvaponiskt system och är idag världsledande inom området. Anläggningen som består av en bassäng för uppfödning av sötvattensfisk är sammankopplad med biobäddar för grönsaksodling. På så vis har man skapat en sluten kretsloppsodling av både protein och grönsaker fritt från antibiotika, hormoner och pesticider. Agtira är idag verksamma inom foodtechsektorn som ett forskning- och utvecklingsföretag.

Bolaget har fram till nyligen i första hand varit producent av fisk och grönsaker producerade i sin egenägda anläggning i Härnösand till lokala aktörer i framför allt Västernorrlands län, men produkterna går även att hitta i LIDL-butiker över hela Sverige. Hösten 2020 beslöt bolaget att skifta fokus till att istället sälja systemlösningar i form av sina modulbaserade akvaponiska anläggningar som bär namnet Agtira Complete, Greens och InStore.

Agtiras Fiskodling



Källa: Agtira

Agtiras akvaponi: ingen miljöpåverkan

Agtiras vision är att deras akvaponiska lösning ska hjälpa livsmedelsindustrin att ställa om. I deras akvaponiska system, som kan upprättas i urbana miljöer, kan man producera fisk och grönsaker i industriell skala, utan några som helst bekämpningsmedel, utsläpp och med minimal vattentillförsel. Systemet fungerar förenklat enligt följande princip:

- a) Bassänger där fiskar föds upp och växer, foder tillförs fisken.
- b) Det smutsiga, men näringsrika vattnet med gödsel från fiskarna förs bort från bassängerna ner i grusbäddar där grönsaker odlas. Bakterier i gruset filtrerar och renar vattnet samtidigt som näringen från gödslet tas upp av grönsaksplantorna.
- c) Det rena vattnet återförs till fisktanken.

Eftersom det är ett slutet kretslopp kan man göra besparingar på upp till 95 % av vattenförbrukningen jämfört med traditionell odling. Den bakterieflora som existerar i de patenterade biobäddarna fungerar som ett immunförsvar mot skadliga mikroorganismer och risken för externa infektioner blir därmed obefintlig.

Prognos

Då bolaget ger sig ut på obruten mark är alla prognoser om leveranser förknippade med hög osäkerhet. Bolaget självt har kommunicerat att man idag har kapacitet för tre Complete- eller Greenssystem om året, däremot möjliggör InStore-systemens storlek en utrullning i högre takt. Vi ser även vissa frågetecken med avseende på långa ledtider och tröghet i investeringsbeslut hos kunder.

I vår DCF har vi därför prognostiserat en något försiktig uppskalning i försäljningen av anläggningar och system, då det första systemet ännu inte är på plats och tiden det har tagit att genomföra förstudier och förhandlingar har dragit ut på tiden. Dessa förseningar bör inte vara återkommande för senare installationer.

Lönsamhet i de återkommande intäkterna

Med en relativt låg marginal på försäljningen av anläggningar hänger mycket på att Agtira får flera system i drift så att de återkommande intäkterna kan inkasseras. Det är nämligen där tillräckligt goda marginaler finns för att bolaget ska bli lönsamt. Eftersom det första systemet inte är på plats än, och den enda existerande återkommande intäkten är den som kommer från samarbetet med Grönsakshuset är det viktigt att betona hur kraftigt antal sålda system påverkar det motiverade värdet i vår modell.

Vi räknar med ett negativt kassaflöde 2021E-2023E. Hur snabbt bolaget lyckas växa de återkommande intäkterna påverkar också bolagets finansieringsbehov. I vårt basscenario kommer Agtira behöva ta in ytterligare pengar inom de närmsta två åren för att finansiera den fortsatta utrullningen och vi räknar med positivt kassaflöde från 2024E.

Värdering och känslighetsanalys

Med avseende på att Agtiras vinster ligger ett antal år bort i tiden lämpar sig en DCF-värdering. Med vinster på EBITDA-nivå från 2024 och framåt, låga investeringsbehov och en diskonteringsränta på 12% ger det oss ett sammantaget motiverat värde på 18 SEK per aktie.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	14%
Long-term CAPEX as share of sales	0%
Terminal Value EBITDA-multiple	10x
Total NPV, MSEK	288
NPV per share, SEK	17,8

Källa: Emergers

Med beaktning tagen till den goda marginalen på de återkommande intäkterna, och att ett avtal på Complete- och Greenssystemen skrivs på minst tio år ser vi grund för höga värderingsmultiplar. En EV/Sales-multipel 2023 på 3x och EV/EBITDA på 20x ger stöd för ett motiverat värde på 14 SEK per aktie. Sammantaget ser vi därför stöd för ett motiverat värde på aktien på 14-18 SEK på 18-24 månaders sikt.

Agtira

Income Statement

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	8,4	12,7	13,7	48,7	79,1	112,8
Operating Costs	-20,4	-31,5	-25,6	-57,2	-83,6	-110,5
EBITDA	-12,0	-18,8	-11,9	-8,5	-4,5	2,3
Depreciation	-2,0	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-14,1	-21,6	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,6	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	-14,7	-22,4	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-14,7	-22,4	-14,8	-11,5	-7,6	-0,8

Capital Expenditure

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	-	-	6,0	1,1	1,1	1,1
As a Pct of Sales	-	-	43,7	2,2	1,4	1,0
Depreciation Multiple	-	-	2,1	0,4	0,3	0,3

Key Ratios

Share Price: SEK 9,30

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	-	-	9,30	9,30	9,30	9,30
Number of Shares (Millions)	5,89	7,06	12,53	15,76	15,76	15,76
Market Cap	-	-	116,6	146,6	146,6	146,6
Enterprise Value	-	-	144,0	151,1	164,9	170,9
EPS (Reported)	-2,50	-3,18	-1,18	-0,73	-0,48	-0,05
EPS (Adjusted)	-2,50	-3,18	-1,18	-0,73	-0,48	-0,05
CEPS	-2,50	-3,18	-1,18	-0,73	-0,48	-0,05
P/CEPS	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	7,0	8,2	4,3	5,2	4,8	4,7
P/BV	-	-	2,2	1,8	2,0	2,0
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	-	-	10,5	3,1	2,1	1,5
EV/EBITDA	-	-	-12,2	-17,9	-36,6	73,4
EV/EBIT	-	-	-9,8	-13,2	-21,7	-202,3
P/E (Adjusted)	-	-	-7,9	-12,8	-19,3	-173,4
Sales Growth, Y/Y (%)	122,6	50,6	8,1	254,6	62,5	42,6
EBIT Growth, Y/Y (%)	97,0	53,6	-31,6	-22,4	-33,7	-88,9
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	39,8	27,2	-63,0	-38,3	-33,7	-88,9
EBITDA Margin (%)	-142,3	-147,6	-86,3	-17,4	-5,7	2,1
EBIT Margin (%)	-166,5	-169,8	-107,4	-23,5	-9,6	-0,7
Return on Equity (%)	-47,5	-45,2	-26,4	-16,8	-9,6	-1,1
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Financial Position

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	10	18	27	5	18	24
Net Debt/Equity	0,2	0,3	0,5	0,1	0,2	0,3
Equity Ratio	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
Net Debt/EBITDA	-0,8	-1,0	-2,3	-0,5	-4,1	10,5

Source: Emergers, Company reports

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.